

# *A metodi di valutazione di azienda*

**A cura del prof. Michele Rutigliano**

## **A cosa servono le valutazioni ?**

- Nelle compravendite di quote e di pacchetti azionari di riferimento fra privati (valutazioni *stand alone*)
- In sede di determinazione del prezzo di offerta (IPO) al mercato
- Nella selezione delle migliori opportunità del mercato finanziario
- Nelle operazioni straordinarie (conferimento, fusione, scissione per determinare la congruità dei rapporti di cambio)
- In operazioni di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione (aumenti in denaro o in natura)

# Agenda

- Il metodo patrimoniale
- Il metodo reddituale
- I metodi misti
- Il metodo finanziario
- Il metodo EVA

# Il metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale esprime il valore dell'azienda in funzione del valore del suo patrimonio, quantificandone il valore come *valore di ricostituzione del patrimonio* nella prospettiva di funzionamento aziendale.



Il valore coincide con l'investimento netto che sarebbe astrattamente necessario per avviare una nuova impresa con una struttura patrimoniale identica a quella oggetto di valutazione

# Problematiche e caratteristiche

Il metodo patrimoniale considera il patrimonio netto e quindi i vari elementi patrimoniali ad un valore opportunamente rettificato rispetto ai criteri contabili di valutazione utilizzati nella predisposizione del bilancio di esercizio, quindi ...

la valutazione od il processo di stima operata con il metodo patrimoniale potrebbe essere definita:

- ***ANALITICA***, cioè riferita ad ogni singolo elemento del patrimonio aziendale;
- ***A VALORI CORRENTI***, cioè fa riferimento a “valori” di mercato in essere alla data della valutazione;
- ***DI SOSTITUZIONE***, perché l’ipotesi assunta è quella del riacquisto o della riproduzione per gli elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi

# “Oggettività” del metodo patrimoniale

- La valutazione dell’azienda con il metodo patrimoniale è meno soggettiva di quella ottenuta con altri metodi: minore è sia il numero di ipotesi da assumere, sia le competenze soggettive per la valutazione
- Non si deve procedere alla valutazione dei flussi di reddito o di cassa; si riduce di conseguenza l’incertezza sul risultato del processo di valutazione
- È un metodo talvolta usato per aziende con forte patrimonializzazione, cioè aventi un elevato ammontare di attività immobilizzate (es. holding pure, società immobiliari...)

# I beni “accessori” (surplus assets)

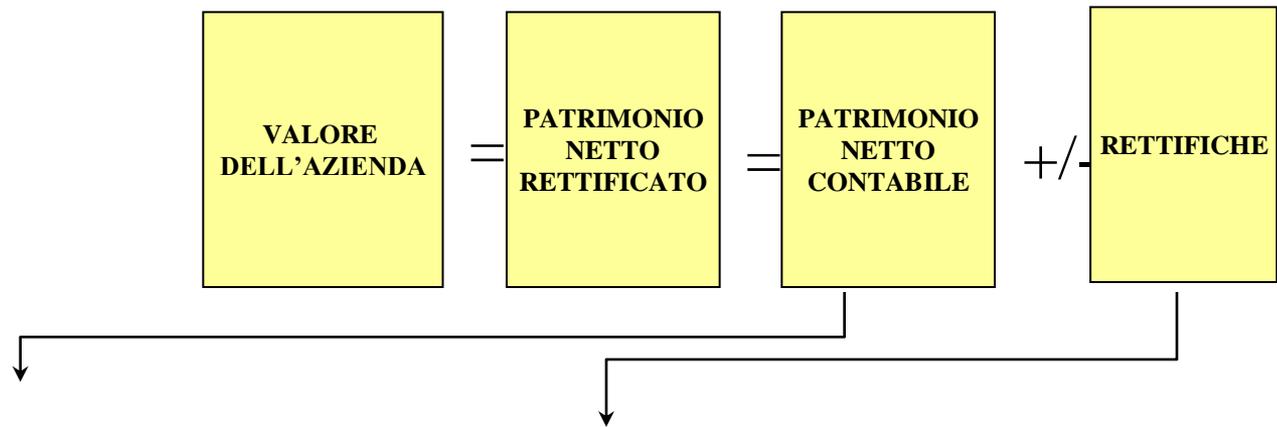
- È controverso se valutare, alla stessa stregua degli elementi patrimoniali inerenti la gestione caratteristica dell'azienda, anche le voci riguardanti i cosiddetti beni “accessori”, beni estranei all'attività economica tipica dell'azienda (immobili civili, terreni edificabili, partecipazioni non di controllo, etc.)
- In dottrina si ritiene che i beni accessori debbano essere valutati separatamente seguendo il cosiddetto *criterio di realizzo o liquidazione*

# Limiti del metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale ha due evidenti limiti:

1. Il valore dell'azienda è determinato sulla base del saldo algebrico tra attività e passività e quindi su dati storici (rivalutati), ponendo in secondo piano la capacità dell'azienda di generare nel futuro reddito o flussi di cassa;
2. Si attribuisce un valore corrente ad ogni voce di bilancio, sia essa attiva o passiva, prescindendo dalla sua appartenenza al complesso aziendale unitariamente inteso e in funzionamento

# Struttura logica del metodo patrimoniale



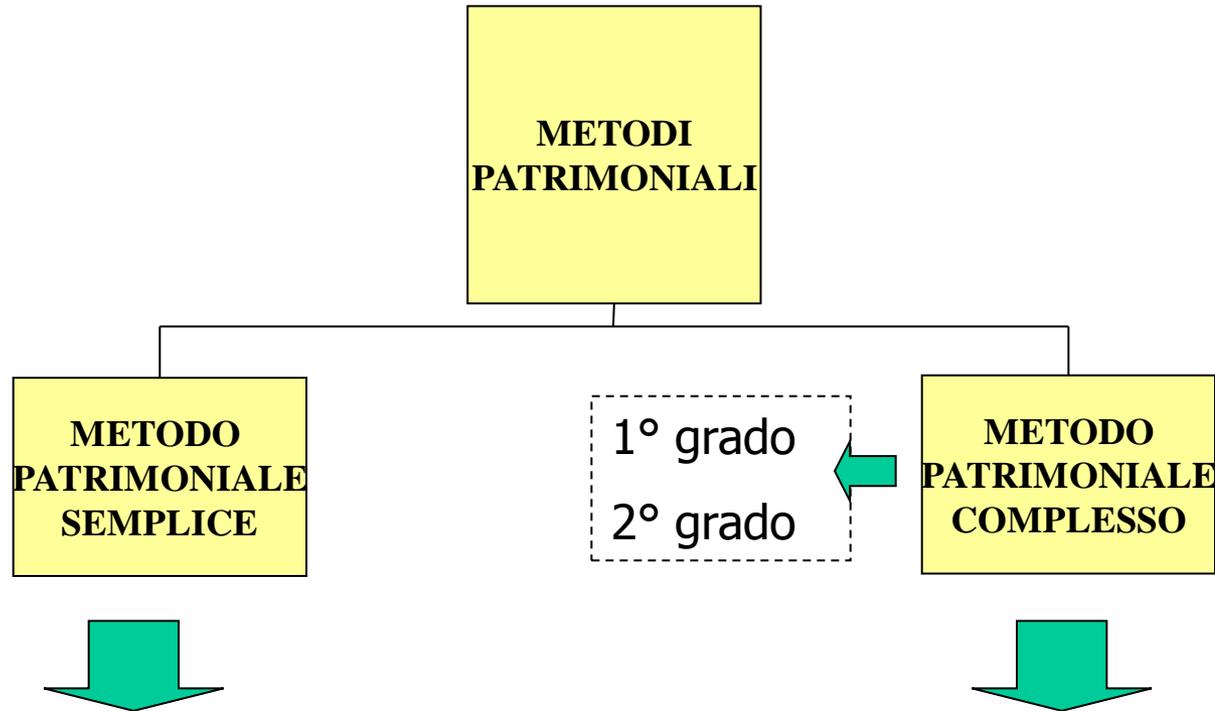
*Punto di partenza:  
è la situazione  
patrimoniale  
dell'azienda,  
espressa con valori  
di funzionamento*

*Il capitale netto  
contabile viene  
rettificato, adeguando  
le singole componenti  
del patrimonio ai  
valori correnti di  
mercato*



*Ipotesi di  
scindibilità  
degli elementi che  
formano il  
patrimonio  
aziendale*

# Tipologie di metodi patrimoniali



considera il valore degli *intangible assets* iscritti a bilancio: metodo più semplice e quindi più diffuso ma certamente meno rigoroso

Comprende la valorizzazione espressa di uno o più beni immateriali anche se NON iscritti a bilancio: marchi, know-how tecnologico, manageriale, finanziario, etc.

# Metodo patrimoniale semplice

Quantifica il valore economico del capitale dell'azienda rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto. Rende attuale ed aggiornato il valore relativo al patrimonio dell'azienda

$$V = K$$

*dove:*

*V= valore dell'azienda*

*K= valore patrimoniale rettificato*

- Per gli elementi che compongono l'attivo patrimoniale destinati allo scambio o risultanti da precedenti scambi, il criterio preso a riferimento è quello del *Valore di presumibile realizzo*;
- Per le immobilizzazioni strumentali, il criterio preso a riferimento è quello del *Valore di sostituzione*;
- Gli elementi che compongono il passivo patrimoniale vengono invece valutati con il criterio del *Valore di presunta estinzione*.

# Metodo patrimoniale complesso (primo grado)

Quantifica il valore economico del capitale dell'azienda rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto ed includendo il valore delle risorse “intangibili” anche se non iscritte a bilancio (purchè “separabili”)

*dove:*

*V= valore dell'azienda*

*K= valore patrimoniale rettificato*

*I= valore degli elementi immateriali*

$$\mathbf{V = K + I}$$

Ogni bene immateriale deve avere le seguenti caratteristiche:

- Deve originare utilità differite nel tempo;
- **Deve essere trasferibile;**
- **Deve essere misurabile.**

# Metodo patrimoniale complesso

## (secondo grado)

Quantifica il valore economico del capitale dell'azienda rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto ed includendo il valore delle risorse “intangibili” anche se non iscritte a bilancio

$$\mathbf{V = K + I}$$

*dove:*

*V= valore dell'azienda*

*K= valore patrimoniale rettificato*

*I= valore degli elementi immateriali*

**Sono valorizzati anche intangibili non “separabili”**

# Documenti e verifiche

## Documentazione di base



- Ultimo bilancio dell'impresa
- Ultimo bilancio consolidato
- Ultimo bilancio delle società collegate e controllate
- Relazione sulla gestione
- Relazione del Collegio sindacale e ....
- Rel. Soggetto incaricato del controllo contabile
- Perizie di stima dei singoli cespiti (se disponibili o se appositamente richieste)
- Dati dei libri di inventario oppure ... del registro dei cespiti ammortizzabili
- (Business plan e documenti strategici)

## Verifiche

- Contabilizzazione di tutte le attività e le passività
- Rispondenza delle appostazioni contabili con elementi documentali
  - Valutazione dei crediti in base al valore di recupero
  - Congruità dei fondi rischi ed oneri
  - Attività/passività fuori bilancio

## Esempio di valutazione condotta secondo il metodo patrimoniale complesso (primo grado)

– Capitale netto contabile	<b>12.000 (€/000)</b>
<hr/>	
– <b>Plusvalenze su:</b>	<b>7.500</b>
• immobili civili	2.000
• immobilizzazioni tecniche	1.800
• magazzino	2.700
• partecipazioni	1.000
<hr/>	
– <b>Minusvalenze su</b>	<b>(800)</b>
• crediti	
<hr/>	
– <b>Valore di beni immateriali (non iscritti a bilancio):</b>	<b>2.600</b>
• marchi	
<hr/>	
– <b>Oneri fiscali potenziali</b>	<b>(3.069)*</b>
<b>(al netto dei benefici da minusvalenze)</b>	
<hr/>	
– Patrimonio Netto Rettificato	<b>18.231</b>
<hr/>	
– <b>Valore beni “estranei” alla gestione caratteristica</b>	
• immobili civili	(2.000)
• partecipazioni da smobilizzare	(400)
– <b>Patrimonio netto rettificato “strumentale”</b>	<b>15.831</b>

# Il metodo reddituale

- Il metodo reddituale determina il valore dell'azienda sulla base della capacità della stessa di generare reddito
- L'obiettivo del metodo è valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione

**Redditività → valore**

- Il valore dell'azienda viene determinato mediante l'attualizzazione dei risultati economici attesi

# I metodi reddituali: la formula che lega V a R

- La formula matematica che consente di “riportare” al presente (o al momento della valutazione) una serie di flussi di reddito è quella della attualizzazione
- E’ peraltro possibile distinguere tre diverse formulazioni a seconda delle ipotesi effettuate in ordine al periodo di manifestazione dei flussi di reddito futuri:

## 1) Formula della rendita perpetua

$$V = \frac{R}{i}$$

R = Reddito medio atteso  
i = tasso di attualizzazione

## 2) Formula della vita limitata

$$V = R \times a_{n \overline{i}}$$



$$V = \frac{R}{1+i} + \frac{R}{(1+i)^2} + \dots + \frac{R}{(1+i)^n}$$

## A) Formula della vita limitata e del valore finale

$$V = R \times a_{n \overline{i}} + VF \times v^n$$

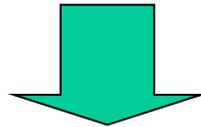
VF = Valore finale

Vn = Fattore di attualizzazione

- N.B. Alternativamente, si può sostituire - nelle formule 2) e 3) - al reddito medio atteso la serie dei redditi attesi anno per anno (per  $n$  anni)

# Esempio di calcolo con durata illimitata della vita dell'azienda

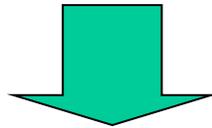
- Reddito medio prospettico = € 500.000
- Tasso di attualizzazione = 10%



$$V = R/i = 500.000/0,10 = 5.000.000$$

# Esempio di calcolo con orizzonte temporale limitato

- Reddito medio prospettico = € 500.000
- Tasso di attualizzazione = 10%
- Orizzonte temporale = 20 anni



$$V = R a_{\overline{n}|i} = R \frac{(1+i)^n - 1}{i (1+i)^n} = 500.000 \frac{(1+0,1)^{20} - 1}{0,1 (1+0,1)^{20}}$$

$$V = 500.000 \frac{5,73}{0,67} \longrightarrow V = 500.000 \times 8,55 = \text{€ } 4.275.000$$

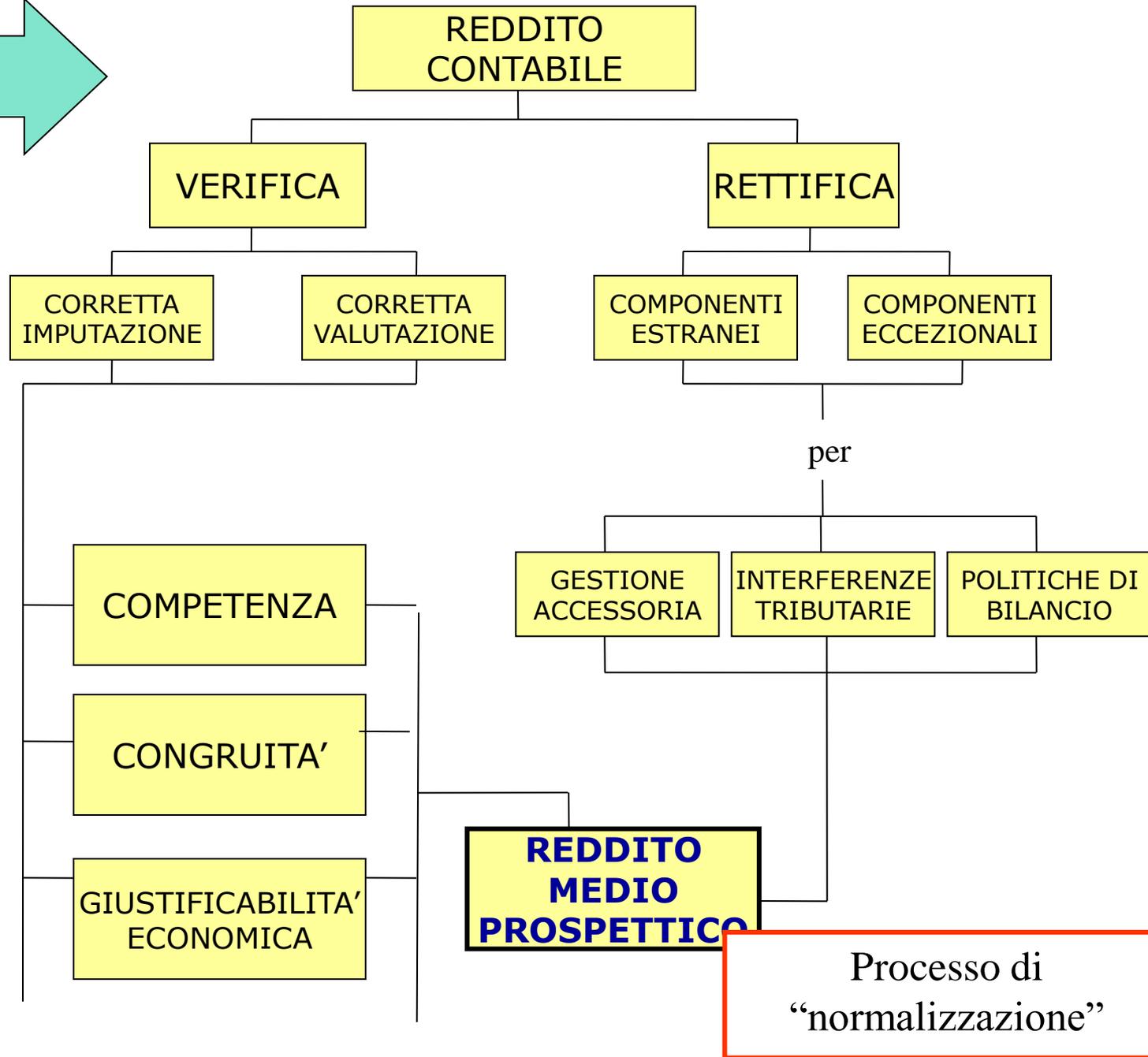
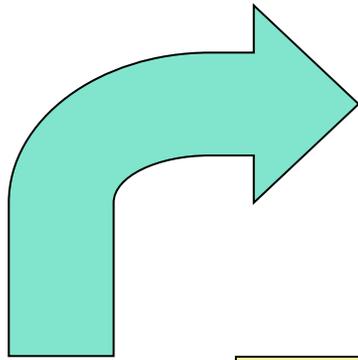
# Tipologie di metodi reddituali

- Il metodo reddituale semplice si basa sulla stima di un flusso di redditi costanti, ovvero su un reddito “medio”, “normale”, “duraturo” (*per aziende con vita futura limitata o illimitata*).
- Il metodo reddituale complesso costituisce un’evoluzione del precedente.  
→ Attualizza, infatti, i flussi di reddito previsti anno per anno, fino al termine dell’orizzonte temporale del periodo esplicito di previsione, poi stima un VF (*applicazione pressoché limitata alle aziende che elaborano piani e programmi di gestione di durata non superiori a 5 anni*).

# Beni accessori ed avviamento

- I *beni accessori*, cioè gli investimenti non inerenti la gestione caratteristica, sono di regola, come per il metodo patrimoniale, valutati a parte.
- Un risultato economico non “depurato” dai valori (flussi) extraoperativi potrebbe inficiare l’attendibilità del risultato della valutazione stessa.
- La valutazione dell’*avviamento* non è autonoma, ma ricompresa nella dinamica reddituale.

# Struttura logica



# Processo di “normalizzazione”

- Il reddito deve essere in primo luogo “*normalizzato*”, cioè depurato dalle componenti reddituali straordinarie, al netto degli oneri finanziari e delle imposte (approccio *Equity Side-Levered*);
- L’obiettivo del processo di normalizzazione consiste nell’individuare la reale e stabile capacità reddituale dell’azienda, eliminando elementi di casualità, non ripetibilità e non pertinenza;
- La “*normalizzazione*” dei risultati storici è un’elaborazione comprendente:
  - identificazione nel tempo di proventi ed oneri straordinari e valutazione circa il loro trattamento ai fini estimativi;
  - eliminazione di proventi ed oneri estranei alla gestione caratteristica;
  - neutralizzazione delle politiche di bilancio

# Tasso di attualizzazione

- Il tasso di attualizzazione esprime il rapporto tra reddito e capitale che viene reputato conveniente per l'investimento nell'impresa.
- La scelta del tasso è un *elemento soggettivo di valutazione* che può creare effetti distorsivi notevoli sul risultato della valutazione stessa.
- Il tasso di attualizzazione deve considerare in aggiunta al rendimento delle attività prive di rischio un **premio** per l'investimento in attività d'impresa, che rifletta un rischio generale “di mercato” e un rischio di settore/impresa.

# I metodi reddituali: il tasso di attualizzazione

La metodologia più usata per la determinazione del rendimento del capitale di rischio è quella nota come *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. In simboli:

$$k_E = r_f + \beta [ R_M - r_f ]$$


**Premio al rischio**

dove:

$k_E$  = tasso di rendimento atteso del capitale di rischio = costo dell'equity

$r_f$  = tasso di rendimento atteso di un'attività priva di rischio

$\beta$  = parametro espressivo del rischio della società da valutare

$R_M$  = rendimento medio espresso dal mercato azionario

- Il coefficiente beta ( $\beta$ ) è inteso come misura del rapporto tra il grado di variabilità del rendimento di un'azione rispetto alle variazioni del mercato azionario nel suo complesso. In formula:

$$\beta = \frac{\text{COV}(r_i, r_m)}{\text{VAR}(r_m)}$$

- dove  $\text{Cov}(R_i, R_m)$  esprime la covarianza esistente tra il rendimento espresso dal portafoglio di mercato ( $R_m$ ) e quello del titolo  $i$ -esimo ( $R_i$ )
- $\text{Var}(R_m)$  rappresenta la varianza espressa dai rendimenti del portafoglio di mercato,

# BETA

E' un parametro specifico di ogni singola azione indicando la relazione strutturale tra il rendimento del titolo con quello generale di mercato nello stesso periodo.

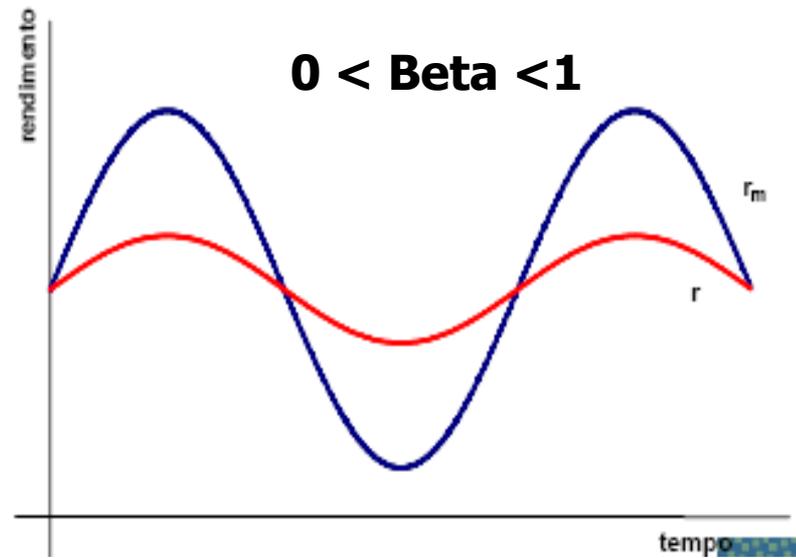
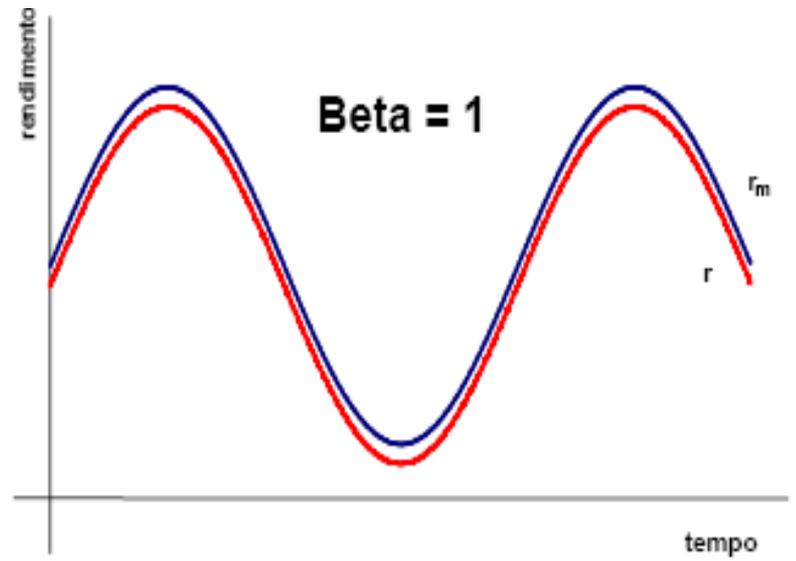
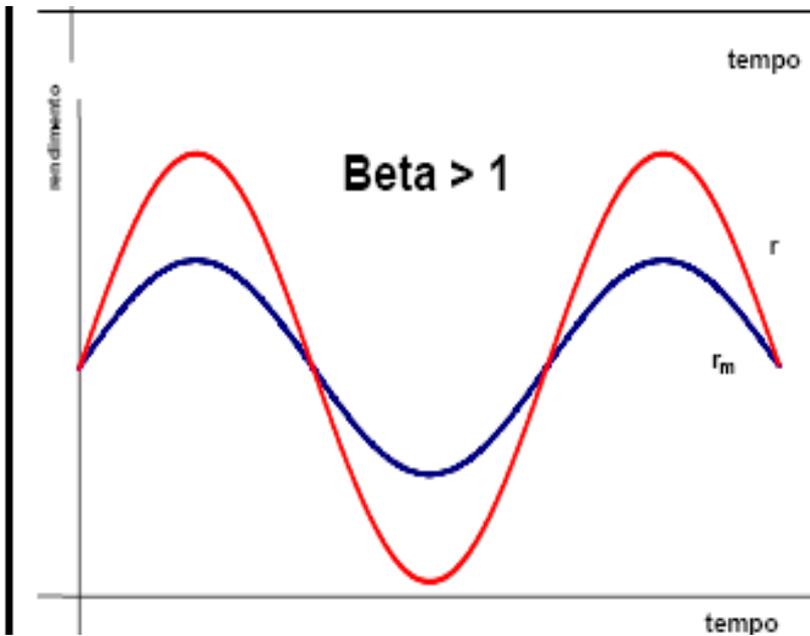
Beta contraddistingue i titoli con i seguenti coefficienti :

**Beta >1** = il titolo si muove nella stessa direzione del mercato e con oscillazioni maggiori del mercato stesso. E' elevato il rischio che si assume su questi titoli nel caso in cui, assunta una posizione, il mercato si muova in maniera opposta alle aspettative;

**0 < Beta <1** = il titolo si muove nella stessa direzione del mercato, ma con oscillazioni minori di quelle che il mercato registra, performando meno e con rovesci minori ad una inversione di tendenza;

**0 > Beta >-1** = il titolo si muove in direzione opposta al mercato, anche se in maniera contenuta; tale valore è caratteristico dei titoli che permettono di operare in controtendenza, con un rischio non particolarmente alto. La reattività moderata ai movimenti di mercato procura quindi conseguenze limitate;

**Beta <-1** = il titolo si muove in senso opposto al mercato ed oscilla maggiormente rispetto al mercato stesso (ipotesi astratta, eventualmente valida per posizioni in strumenti derivati)



# Un esempio di calcolo di Ke

- esempio:

$$R_f = 2\%$$

$$R_m = 7\%$$

$$\beta = 1,25$$

$$\rightarrow K_e = 2\% + (7\% - 2\%) \times 1,25 = 8,25\%$$

# Fattori che influenzano Ke (**valutazione empirica**)

## **Fattori interni**

## **Fattori esterni**

- situazione generale dell'economia
- situazione economica generale del settore
- situazione concorrenziale del settore
- livelli di competizione
- prospettive di andamento del settore

- tipologia e dimensione dell'azienda
- efficienza dell'organiz. produttiva aziendale
- efficienza del settore programm. e ricerca
- efficienza dell'organizzazione commerciale
- flessibilità aziendale
- possibilità di ampliamento delle attività
- qualità del management
- grado di indebitamento
- mobilità finanziaria
- consistenza del capitale imm.to e circolante
- continuità degli utili nel tempo
- tipologia e qualità dei prodotti (e servizi)
- ampiezza della gamma dei prodotti
- grado di innovazione

## I metodi misti patrimoniali-reddittuali: logica sottostante

- I metodi misti cercano di tener conto contemporaneamente **dell’aspetto patrimoniale**, che introduce nella valutazione elementi di obiettività e verificabilità, e **dell’aspetto reddituale**, essenziale ai fini della determinazione del capitale economico.
- Tali metodi apportano una “correzione reddituale” al valore risultante dall’applicazione dei metodi patrimoniali, così da tenere nella dovuta considerazione la capacità della società oggetto di stima di generare profitti in misura tale da garantire la remunerazione del capitale investito.
- In pratica, il confronto tra redditività prospettica e redditività giudicata “soddisfacente” per l’azienda da valutare consente la quantificazione di un *goodwill* (*badwill*) da portare ad incremento (decremento) del patrimonio netto rettificato.

## Il metodo “U.E.C. complesso”

- **Il metodo misto più diffuso è quello della attualizzazione limitata del sovrareddito (noto come “U.E.C.” in quanto raccomandato dall’*Union Europeenne des Experts Comptables Economiques et Financiers*). In simboli:**

$$W = K + I + a_{n-i} (R - i \times K') + SA$$

dove:

W = Valore del capitale economico della società da valutare

K = Patrimonio netto rettificato “strumentale”

I = Valore degli *Intangibles* non iscritti a bilancio (separabili)

R = Reddito medio normale atteso per la società da valutare

i = Tasso di rendimento “normale” (di settore)

K' = Patrimonio netto rettificato strumentale “complesso” (K' = K + I)

(R - iK') = Sovrareddito (Sottoreddito)

i' = Tasso di attualizzazione

n = Periodo di attualizzazione

$a_{n-i}$ (R - iK') = *Goodwill (Badwill)*

SA = Valore dei beni estranei alla gestione (*Surplus Assets*)

# Il metodo “U.E.C. complesso” (segue)

Alcune precisazioni in merito ai tassi  $i$  e  $i'$ :

Il **tasso  $i$**  esprime una misura di rendimento giudicata “soddisfacente”, vale a dire in linea con le aspettative di un generico investitore nel capitale di rischio di una azienda appartenente al medesimo settore di quella oggetto d’analisi

Il **tasso  $i'$**  è da intendersi come la combinazione di più elementi:

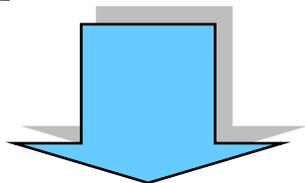
- a) la pura remunerazione finanziaria del capitale investito (tasso *risk-free*)
- b) il rischio della specifica azienda (variabilità del suo rendimento atteso rispetto a quella del rendimento medio del mercato azionario)
  - Spesso solo (a)

## **I metodi misti: limiti e problematiche applicative**

- I metodi misti, nati per risolvere le problematiche connesse all'applicazione dei metodi patrimoniali, da un lato, e reddituali, dall'altro, finiscono per “soffrire” dei limiti propri degli uni e degli altri:
  - risentono della soggettività e dell'incertezza tipica dei metodi reddituali;
  - risentono della mancanza di razionalità e scientificità tipica dei metodi patrimoniali.
- In particolare, la “correzione reddituale” introdotta da tali metodi non è certo sufficiente a permettere l'apprezzamento della capacità da parte dell'azienda oggetto di valutazione di produrre stabilmente flussi di reddito a disposizione dei propri azionisti.\*

# I metodi finanziari: logica sottostante

- I metodi finanziari sono generalmente ritenuti i più razionali ai fini della valutazione di una azienda, in quanto fanno propria la logica con cui vengono “prezzate” le attività finanziarie



La “*Discounted Cash Flow Analysis*” determina il valore di una azienda sulla base del valore attuale dei flussi di cassa che la medesima si presume possa generare negli esercizi futuri

- Il pregio di tali metodi è quello di evidenziare la capacità dell’azienda oggetto di stima di mettere a disposizione degli investitori (i soli **azionisti**, nella valutazione equity side o levered, **tutti i finanziatori**, nella valutazione asset side o unlevered) quei flussi monetari che residuano dopo aver effettuato gli investimenti in capitale circolante e attività fisse necessari per garantire il perdurare della medesima in condizioni di economicità

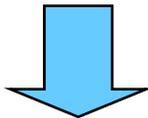
# I metodi finanziari *levered* e *unlevered*

- Esistono due grandi categorie di metodi finanziari:

## **METODI UNLEVERED**

**Si basano sulla  
attualizzazione dei flussi di  
cassa disponibili per tutti  
coloro che apportano risorse  
finanziarie in azienda**

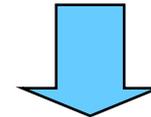
(possessori di azioni ordinarie, di azioni privilegiate, di obbligazioni ordinarie o convertibili, fornitori di capitale di debito)



I flussi di cassa disponibili sono calcolati al lordo degli interessi passivi e scontati al WACC

## **METODI LEVERED**

**Si basano sulla attualizzazione dei  
flussi di cassa disponibili per gli  
azionisti, scontati ad un tasso (costo  
dell'*equity*= $K_e$ ) che ne riflette il grado  
di rischio**



I flussi di cassa sono calcolati al netto del servizio del debito

## *La Discounted Cash Flow (DCF) Analysis (unlevered)*

- In base al più noto tra i metodi finanziari, basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa disponibili “*unlevered*”, il valore di un'azienda si ottiene come segue:

dove: 
$$\mathbf{W} = \mathbf{EV} - \mathbf{D}$$

**W** = equity value dell'azienda

**EV** = valore del totale delle attività dell'azienda (*Enterprise Value*)

**D** = valore “di mercato” del debito

A sua volta:

$$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FC_i}{(1+k)^i} + \frac{TV}{(1+k)^n}$$

dove:

**FC** = flussi di cassa disponibili durante il periodo esplicito di previsione

**TV** = valore dei flussi di cassa disponibili dopo il periodo esplicito di previsione

**n** = num. anni per cui si è in grado di stimare i *cash flow* disponibili (di regola 5 anni max.)

**K** = costo medio ponderato di tutte le fonti di capitale (WACC)

# Il metodo finanziario

$$WACC = k_e \times \frac{E}{E + D} + k_d \times (1 - \tau) \times \frac{D}{E + D}$$

il rendimento atteso dagli azionisti

costo del debito

la deducibilità fiscale degli interessi

## Il metodo finanziario: il tasso di attualizzazione (segue) (*unlevered*)

La formulazione più nota per la determinazione del tasso di attualizzazione da applicare al flusso di cassa per una data azienda è quella del **costo medio ponderato del capitale** o **WACC** (*Weighted Average Cost of Capital*):

$$WACC = \sum_{J=1}^n K_J (1-t) \times \frac{D_J}{E+D} + K_E \times \frac{E}{E+D}$$



*Ipotesi di  
diverse fonti  
di debito*

dove:

$K_J$  = costo della fonte J di capitale di debito

n = Numero di fonti di capitale di debito attivate dalla società da valutare

t = Aliquota fiscale applicabile alla società da valutare

$D_j$  = fonte J di capitale di debito

$k_E$  = costo dell'*equity*

E = capitale di rischio

# Il metodo finanziario impiegare il WACC

la struttura finanziaria dell'impresa dovrebbe figurare a valori di mercato del debito e del capitale azionario



ma il valore di mercato del capitale azionario è proprio quello che stiamo cercando

soluzioni

adottare una struttura finanziaria obiettivo

adottare valori di bilancio per la struttura finanziaria

# Il metodo finanziario asset side (unlevered)

asset side - esempio

calcolo del WACC su **struttura obiettivo**

D/E obiettivo	1,2
Costo del debito	9%
Aliquota fiscale	<b>27,5%</b>
Rendimento minimo azionisti	12%
Valore di mercato del debito	1.200

		<i>anni</i>				
		1	2	3	4	da 5 in poi
<b>Flussi di cassa</b>	al netto delle imposte	800	850	650	600	700

# Il metodo finanziario asset side (unlevered)

asset side - esempio

D/E obiettivo	1,2
Costo del debito	9%
Aliquota fiscale	<b>27,5%</b>
Rendimento minimo azionisti	12%
Valore di mercato del debito	1.200



calcolo del WACC su **struttura obiettivo**

$$\frac{D}{D+E} = 0,55 \quad \frac{E}{D+E} = 0,45$$

$$WACC = 0,45 \times 12\% + 0,55 \times (1 - 0,275) \times 9\% = 9\%$$

	0	1	2	3	4	da 5 in poi
flussi si cassa operativi al netto delle imposte		800	850	650	600	700
flussi si cassa operativi attualizzati al WACC						
valore attuale della rendita perpetua dall'anno 5						.....
somma valore attuale dei flussi anni 1 - 4						
<b>valore degli assets dell'impresa</b>						

valore del capitale azionario = EV – VALORE DEL DEBITO + SA

anni	flussi	fatt att.	flussi attesi	WACC
1	800	0,9174	734	9,00%
2	850	0,8417	715	
3	650	0,7722	502	
4	600	0,7084	425	
5	700	0,6499	455	
5	7778	0,6499	5055	
			<b>7886</b>	

# La *DCF Analysis*: schema di calcolo dei cash flow disponibili

*(approccio unlevered)*

Utili al lordo di interessi e imposte (EBIT)

– Imposte sul reddito operativo

= Reddito operativo al netto delle imposte

+ Ammortamenti e accantonamenti

= **Cash flow lordo**

± Decrementi (Incrementi) del capitale circolante operativo

– Investimenti in attività materiali

– Investimenti in attività immateriali

= **Cash flow operativo disponibile (FCFF)**

---

*(al lordo del servizio del debito)*

# La *DCF Analysis*: il calcolo del “valore finale”

(*approccio unlevered*)

- Il valore finale (*terminal value*, TV) è il valore dei *cash flow* disponibili attesi oltre il periodo esplicito di previsione
- In molti casi il valore finale costituisce una percentuale molto elevata del valore totale di una società

La tecnica di calcolo più coerente con la *DCF Analysis* è la seguente:

$$TV = \frac{FC_{t+1}}{k - g}$$

*Importo verso cui converge il valore attuale al tasso "k" di una serie di flussi che cresce al tasso "g" (con  $k > g$ )*

dove:

$FC_{t+1}$  = *cash flow* relativo al primo anno seguente il periodo esplicito di previsione (t+1)

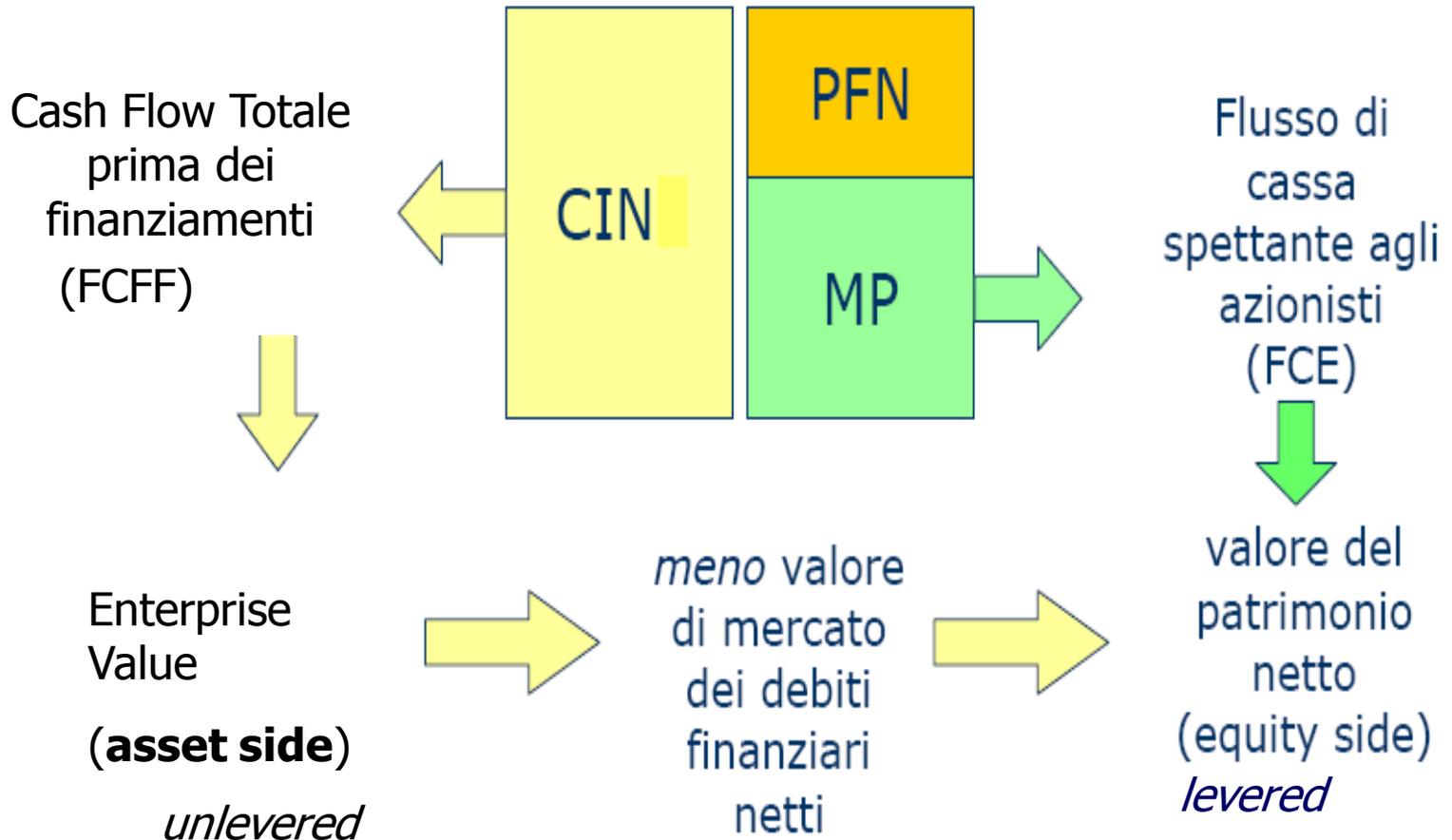
$k$  = costo del capitale (WACC)

$g$  = tasso di crescita di FC (ipotesi di crescita costante)

$$\sum_{t=0}^{\infty} FC \frac{(1 + g)^{t+1}}{(1 + k)^{t+1}}$$

Naturalmente, il valore finale così stimato deve essere attualizzato (al tasso  $k$ ) prima di poterlo sommare al valore del *cash flow* disponibile atteso durante il periodo esplicito di previsione

# Il metodo finanziario



# Il metodo finanziario

- ◆ I due metodi in linea di principio dovrebbero condurre ai medesimi risultati

asset side  
approach

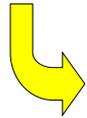
ponderazione dei rendimenti  
minimi attesi dai finanziatori  
dell'impresa (WACC)

equity side  
approach

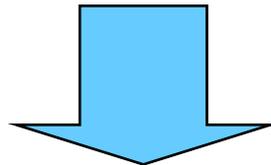
rendimento minimo atteso dagli  
azionisti

# I metodi finanziari: limiti e problematiche applicative

- **Elevata soggettività** dovuta alle ipotesi necessarie per la stima puntuale dei *cash flow* disponibili durante il periodo esplicito di previsione
- Limitata attendibilità del procedimento di previsione dei flussi di cassa disponibili oltre un certo numero di anni
- Problemi legati alla determinazione dei parametri del  $K_e$  (quindi del tasso di attualizzazione) nel caso di società non quotate



Le difficoltà aumentano nel caso la società da valutare appartenga a sistemi economici in cui i mercati mobiliari sono poco sviluppati



L'efficace applicazione di tali metodi dipende dalla **disponibilità** e dalla **attendibilità** dei dati alla base della formula della DCF Analysis

# **Il metodo EVA**

## **(Economic Value Added)**

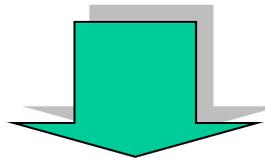
- Il Metodo Eva è un particolare criterio di determinazione e misura del valore che si fonda su due principi:
  1. Il capitale degli azionisti deve essere remunerato
  2. Un'azienda che produce utili contabili non necessariamente è in grado di creare valore economico per gli azionisti.

# L'impresa crea valore soltanto se:

$$\begin{array}{l} \text{Rendimento del} \\ \text{capitale investito} \\ \text{operativo} \end{array} - \begin{array}{l} \text{Costo del} \\ \text{capitale investito} \\ \text{operativo} \end{array} > 0$$

*ossia*

$$\mathbf{EVA > 0}$$



**creazione di valore nel singolo esercizio**

Costo medio  
ponderato del  
capitale  
WACC

# Il calcolo dell'EVA

Rendimento del  
capitale investito  
operativo



Costo del capitale  
investito operativo



***NOPAT***

-

***WACC x COIN***

REDDITO OPERATIVO  
NETTO DOPO LE  
IMPOSTE,  
NORMALIZZATO

COSTO MEDIO PONDERATO  
DEL CAPITALE x  
CAPITALE OPERATIVO  
INVESTITO NETTO

# *NOPAT*

*Net operating profit after taxes*

Ricavi operativi	-
Costi operativi (prima degli ammortamenti)	=
<u>Margine (Reddito) Operativo Lordo</u>	-
Ammortamenti	=
<u>Reddito Operativo Netto</u>	-
<u>Imposte sul reddito operativo</u>	=
<b>NOPAT</b>	

Attenzione: non è un flusso di cassa ...

# COIN (capitale operativo investito netto)

	Attività correnti operative (Debiti operativi correnti)
A	Capitale circolante netto operativo
	Attività fisse operative (Debiti operativi a medio-lungo termine)
B	Capitale immobilizzato netto operativo
C	Capitale operativo investito netto = A + B
	Attività finanziarie correnti
	Attività finanziarie fisse
	Attività accessorie correnti
	Attività accessorie fisse
G	Capitale investito netto totale
	Debiti finanziari a breve termine
	Debiti finanziari a medio-lungo termine
M	Capitale raccolto da terzi
	Patrimonio netto
N	Mezzi propri
O	Totale capitale raccolto = M+N = G

# La struttura logica del metodo EVA

1. Determinazione del periodo esplicito di previsione degli EVA;
2. Calcolo degli EVA nell'orizzonte di previsione e loro attualizzazione = EVAA;
3. Calcolo del *terminal value* alla fine dell'orizzonte esplicito di previsione e sua attualizzazione = TV (EVAA)
4. Determinazione del valore dell'azienda (**EQUITY VALUE = W**):

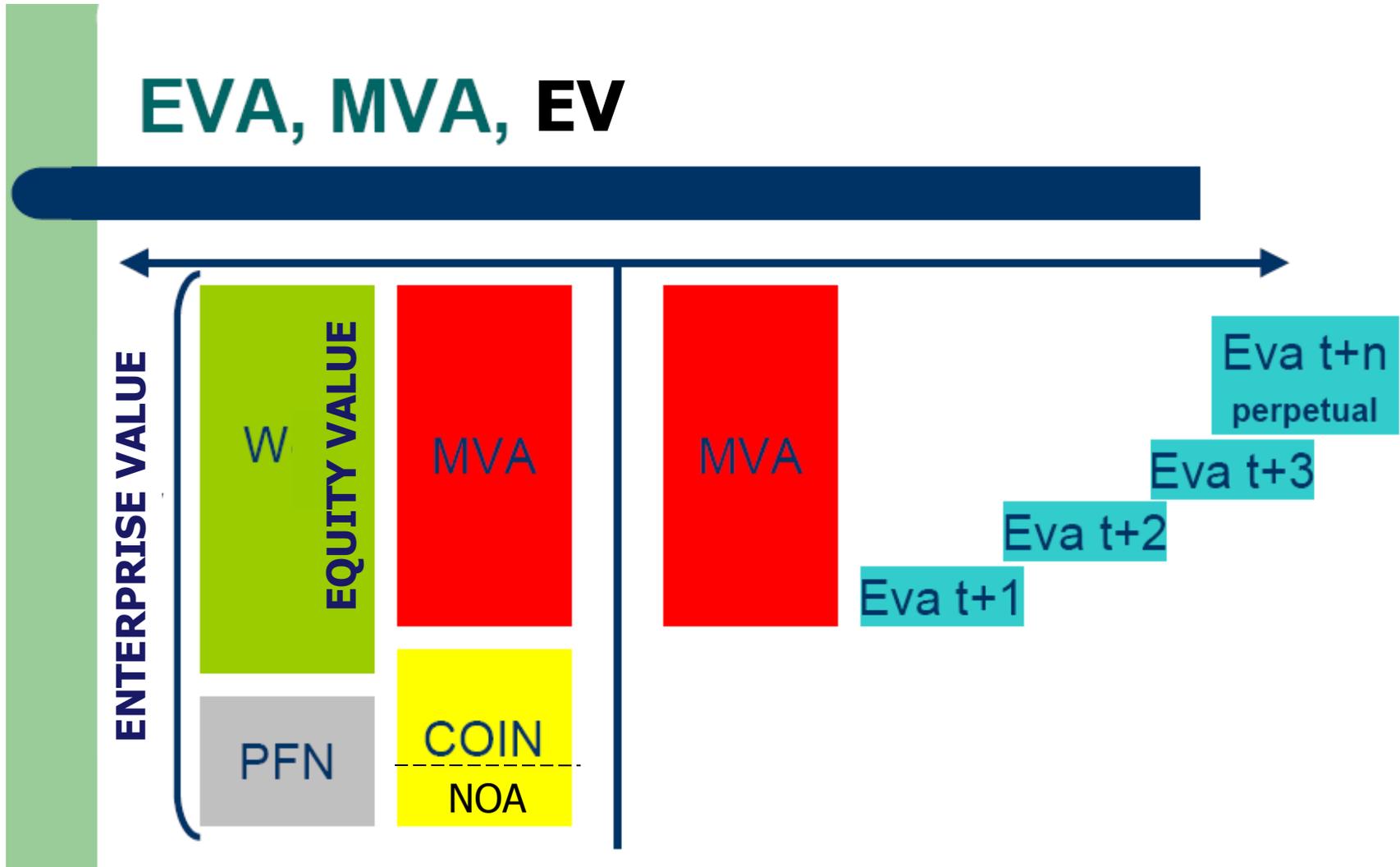
$$W = \Sigma EVAA + TV (EVAA) + COIN + NOA^* - PFN$$

**Market Value Added (MVA)**

= creazione totale di valore

**Enterprise value (EV)**

# EVA, MVA, EV



## **I metodi empirici**

Transazioni comparabili

Società comparabili

# **I metodi empirici: generalità e ambiti di utilizzo**

- I metodi empirici vengono solitamente utilizzati con finalità di controllo della valutazione effettuata con il metodo patrimoniale, reddituale, misto o finanziario (metodi principali)**
- Alcuni autori suggeriscono di usarli come metodi principali per la stima di società non quotate di piccole e medie dimensioni (PMI)**
- In ogni caso, anche se di dubbia razionalità, i metodi empirici sono molto noti presso gli operatori**

## **VANTAGGI PRINCIPALI DEI METODI EMPIRICI :**

- 1) Sono estremamente semplici da applicare**
- 2) E' possibile utilizzarli con una certa frequenza (anche nel breve periodo)**
- 3) I dati contabili ed economici che utilizzano sono spesso più attendibili (ed oggettivi) delle informazioni che sarebbero necessarie per l'applicazione di metodologie di valutazione più complesse**
- 4) Esprimono valori “rappresentativi” in quanto derivanti direttamente dalle negoziazioni di azioni/partecipazioni/società**

# I metodi empirici: il riferimento alle transazioni comparabili

L'approccio delle **transazioni comparabili** stima il prezzo ragionevolmente ottenibile per una società non quotata prendendo come riferimento acquisizioni effettivamente avvenute aventi per oggetto società simili

Tecnica di calcolo:

- a) Si assume, per una diversa società/partecipazione oggetto di acquisizione il cui prezzo è noto ( $P_1$ ), una variabile strettamente legata al suo valore ( $X_1$ )
- b) Si costruisce il moltiplicatore  $P_1 / X_1$
- c) Per la società omogenea da valutare si suppone valida la medesima relazione

$$P_1/X_1 = P_2/X_2$$

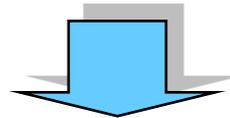
- d) Il valore ricercato diventa allora  $P_2 = P_1(X_2/X_1)$

Moltiplicatori più usati:

- 1)  $P/E$  = Prezzo/ Utili contabili
- 2)  $P/CF$  = Prezzo/ Flussi di cassa
- 3)  $P/S$  = Prezzo/ Ricavi
- 4)  $P/BV$  = Prezzo/ Valore di bilancio del patrimonio netto
- 5) ... altri ..... (rinvio)

# I metodi empirici: il riferimento alle società comparabili

- L'approccio delle **società comparabili** si distingue da quello delle transazioni comparabili esclusivamente per il fatto che assume come *benchmark* società quotate
- Ai fini della scelta delle società comparabili, occorre tenere conto in modo particolare dei seguenti aspetti:
  - l'appartenenza allo stesso settore;
  - la dimensione;
  - i rischi finanziari
  - il trend storico e prospettico della redditività e delle quote di mercato
  - la diversificazione geografica
  - la reputazione e la riconoscibilità del marchio
  - il grado di integrazione verticale
  - l'abilità del management
  - la capacità di pagare dividendi



**Giudizio finale di comparabilità/non comparabilità**

## SCelta DEI MOLTIPLICATORI

Più "in alto" si colloca nel Conto Economico la misura di performance, meno essa risente delle politiche discrezionali seguite nella formazione del Bilancio (ad esempio il MOL o l'EBITDA non risentono della struttura finanziaria, fiscale e della politica degli investimenti dell'azienda)

## Il moltiplicatore P/E

- è il moltiplicatore più noto e utilizzato
- l'indicatore di *performance* è l'utile netto
- l'utile netto considerato non è necessariamente quello di bilancio, che spesso è rettificato per eliminare l'eventuale disomogeneità nei criteri contabili applicati dalle società confrontabili - rispetto a quelli seguiti dalla società oggetto di stima - o per eliminare elementi straordinari, eccezionali e non ricorrenti

## Il moltiplicatore P/EBIT

- prescinde dalla struttura finanziaria e fiscale della società

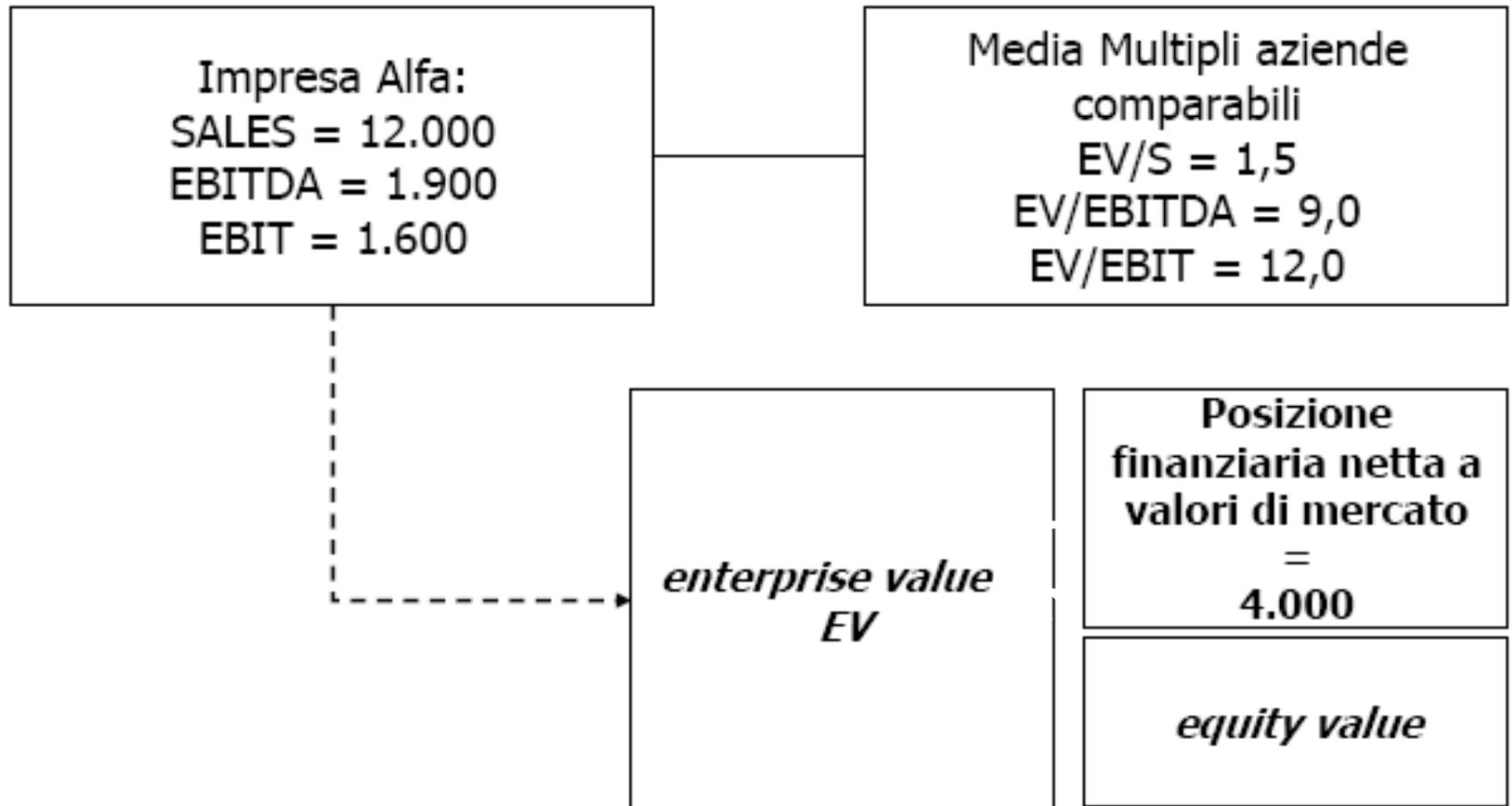
## Il moltiplicatore P/EBITDA

- il moltiplicatore consente la neutralizzazione delle differenti politiche di ammortamento adottate

## Il moltiplicatore P/SALES

- è un multiplo di facile applicazione, indipendente da politiche di bilancio, relativamente stabile
- non incorpora però nessuna informazione riguardo alle politiche dei prezzi, all'efficienza produttiva, alle politiche di marketing e all'efficacia della strategia aziendale
- il presupposto di applicazione è rappresentato dalla omogeneità dei margini tra società comparabili e società da valutare (ad es. aziende di distribuzione al dettaglio)

# VALUTAZIONE DELLA SOCIETA' ALFA



### EV/SALES

$$\begin{aligned} \text{EV (Alfa)} &= \text{Sales (Alfa)} * \text{media (EV/Sales)} \\ &= 12.000 * 1,5 \\ &= 18.000 \end{aligned}$$

$$\text{Valore economico del netto} = \text{EV} - \text{PFN} = 18.000 - 4.000 = 14.000$$

### EV/EBITDA

$$\begin{aligned} \text{EV (Alfa)} &= \text{EBITDA (Alfa)} * \text{media (EV/EBITDA)} \\ &= 1.900 * 9 \\ &= 17.100 \end{aligned}$$

$$\text{Valore economico del netto} = \text{EV} - \text{PFN} = 17.100 - 4.000 = 13.100$$

### EV/EBIT

$$\begin{aligned} \text{EV (Alfa)} &= \text{EBIT (Alfa)} * \text{media (EV/EBIT)} \\ &= 1.600 * 12 \\ &= 19.200 \end{aligned}$$

$$\text{Valore economico del netto} = \text{EV} - \text{PFN} = 19.200 - 4.000 = 15.200$$

# I metodi empirici: limiti e problematiche applicative

Tali metodi sono di dubbia razionalità scientifica

E' spesso difficile trovare società quotate che siano veramente omogenee rispetto alle società da valutare, specie quando queste ultime sono PMI

Le interpretazioni dei dati di mercato possono essere difficoltose

Le quotazioni borsistiche sono soggette a distorsioni legate a componenti emozionali o fenomeni particolari (ad es. annuncio di una scalata, diffusione di alcuni dati congiunturali,...)

- Per quanto riguarda l'approccio delle società comparabili, occorre tener conto del fatto che i prezzi di borsa esprimono valutazioni di capitali “di minoranza” e non “di controllo”
- Per quanto riguarda l'approccio delle transazioni comparabili bisogna sempre ricordare le differenze tra il concetto di **prezzo** e quello di **valore**

# **La valutazione dei gruppi e di società multibusiness**

il metodo “Somma delle Parti” (SOP)

# La valutazione dei gruppi

- La valutazione dei gruppi e, più in generale, delle imprese multibusiness richiede una valutazione per somma di parti (*Sum of Parts*, conosciuta anche con l'acronimo SoP), in quanto ...

.....le singole aree di attività si caratterizzano spesso per profili di rischio, prospettive di crescita e società comparabili molto diverse.

# La valutazione delle società multibusiness

Nell'applicazione del DCF è necessario stimare l'EV di ogni *SBU* attualizzando i rispettivi flussi di cassa operativi ad un costo del capitale che ne rifletta il rischio specifico.

Ciò richiede, per il costo del capitale proprio, una stima *ad hoc* del *beta* di ogni area di business

L'*Equity* della società si ottiene sottraendo dalla somma degli *Enterprise Value* di ogni *SBU* il valore attuale dei *corporate overhead* (costi generali di struttura non allocati alle *SBU*) e la posizione finanziaria netta consolidata.

Per le diverse *SBU* potrebbe essere conveniente adottare metodi diversi

## Valore di una società *multibusiness*

